强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
000625.SZ	长安汽车	7.47	买入
601633.SH	长城汽车	9.18	买入
600104.SH	上汽集团	23.85	买入
600741.SH	华域汽车	25.28	买入
002594.SZ	比亚迪	43.57	买入
603197.SH	保隆科技	24.81	买入
601689.SH	拓普集团	12.52	买入
002434.SZ	万里扬	8.59	买入
603997.SH	继峰股份	8.10	买入
603037.SH	凯众股份	17.37	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 11 月 1 日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《汽车行业 2019 年半年报综述——上半年业绩承压，后续有望改善》2019.9.2

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

魏敏
(8621)20328306
min.wei@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080007

朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

汽车行业 2019 年三季报综述

Q3 业绩有所回暖，后续有望持续改善

汽车行业上市公司公布了 2019 年三季报，我们根据中信汽车二级行业分为乘用车、卡车、客车、零部件、销售及服务等五大板块进行分析，观点如下：

要点

- **第三季度乘用车与商用车销量降幅均有所收窄。**2019 年前三季度全行业销售各类汽车 1,837.1 万辆，同比下滑 10.3%。其中乘用车前三季度销售 1,524.9 万辆，同比下滑 11.7%，Q3 同比下滑 6.6%降幅明显收窄；Q3 厂商对国六车型铺货加之同期基数较低，销量降幅缩窄，后续基数较低，春节时间较早，预计销量有望逐渐回暖。客车前三季度销售 32.6 万辆，同比下滑 2.0%，Q3 销量同比增长 8.5%；预计主要是由于 2019 年新能源公交车补贴过渡期延至 8 月 7 日，过渡期结束前有部分冲量效应，预计 Q4 销量承压，全年客车销量小幅下滑。卡车前三季度销售 279.5 万辆，同比下滑 3.5%，Q3 销量下滑 2.8%，降幅收窄；2019 年 5 月 21 日央视报道蓝牌轻卡超载问题与无锡事件后，各地严查超载，预计将提高卡车销量中枢，预计卡车销量 Q4 有望有所回暖，全年小幅下滑。我们预计 2019 年全行业共销售汽车 2,598 万辆，同比下滑 7.5%；其中乘用车 2,170 万辆，同比下滑 8.5%；商用车 428 万辆，同比下滑 2.1%。
- **第三季度乘用车板块收入同比持平，客车板块快速增长。**乘用车市场有望逐渐迎来回暖，预计乘用车、零部件与销售及服务板块收入同比 Q4 都将有所改善，全年小幅下滑。卡车板块预计由于卡车严查超载问题提升销量中枢加之运煤季到来，预计 Q4 销量与收入降幅有望缩窄或小幅增长。新能源补贴过渡期后贴退坡幅度较大，Q4 客车板块销量与收入都将承压。
- **第三季度卡车、客车板块营业利润高速增长，其他板块均现下滑。**预计随着乘用车销量 Q4 降幅收窄逐渐回暖，乘用车营业利润将有所改善，零部件、销售及服务板块由于去年同期基数较低，预计营业利润将高速增长。但在行业整体竞争加剧，整车厂降本的压力下，预计全年乘用车、零部件、销售及服务板块营业利润仍将承压。新能源公交补贴过渡期结束，预计 Q4 客车板块营业利润将承压。卡车板块成分股福田汽车转让宝沃汽车部分股权后亏损有望扭亏为盈，2018 年卡车板块营业利润基数较低，预计 Q4 营业利润仍将实现较好增长，全年有望快速增长。
- **三季度汽车板块上市公司业绩有所回暖，公司分化明显。**中信汽车板块 167 家上市公司中，前三季度营业总收入同比增幅均值为-0.9%，中值为-1.1%；第三季度营业总收入同比增幅均值为 4.3%，中值为-0.2%；前三季度归母净利润同比增幅均值为-19.1%，中值为-23.3%；第三季度同比增幅均值为-9.8%，中值为-5.8%；前三季度扣非归母净利润同比增幅均值为-22.4%，中值为-18.4%；第三季度扣非归母净利润同比增幅均值-8.5%，中值为-9.7%。乘用车中，在车市下行、促销加大、竞争加剧的背景下，前三季度公司大多表现不佳净利润出现明显下滑，但 Q3 上汽集团、长城汽车、长安汽车由于销量有所回暖与终端折扣缩窄业绩同比增速有所改善；卡车中，受益重卡行业高景气度，前三季度中国重汽利润实现较快增长，但 Q3 销量有所下滑导致利润下滑，福田汽车（转让宝沃部分股权）前三季度均实现扭亏为盈；客车中，Q3 受益于客车行业销量增长，中通客车、宇通客车、亚星客车、金龙汽车业绩同比均实现较好增长；零部件中，前三季度宁波华翔、星宇股份、新坐标、潍柴动力业绩呈现增长，Q3 万里扬、保隆科技、星宇股份、拓普集团等业绩同比增速明显改善；销售及服务中，受车市下行影响，前三季度广汇汽车、*ST 庞大、国机汽车净利润均呈现下滑。后续乘用车销量有望逐步回暖，产业链公司业绩有望改善。
- **投资建议：**乘用车销量有望逐步回暖并迎来拐点，乘用车重点推荐长安汽车、长城汽车、上汽集团等。零部件关注消费升级、国产替代、节能减排、客户突破等细分行业高增长机会，推荐华域汽车、万里扬、继峰股份、拓普集团、凯众股份等；新能源汽车销量高增长，推荐整车龙头比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链等投资机会；智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，辅助驾驶有望加速渗透，推荐保隆科技。
- **风险提示：**1）汽车销量不及预期；2）贸易摩擦升级；3）产品大幅降价。

目录

第三季度乘用车与商用车销量降幅均有所收窄 4

第三季度乘用车板块收入同比持平，客车板块快速增长 7

第三季度卡车、客车板块营业利润高速增长，其他板块均现下滑 9

现金流及资本结构 11

主要上市公司分析 12

投资建议..... 17

投资评级..... 19

风险提示..... 20

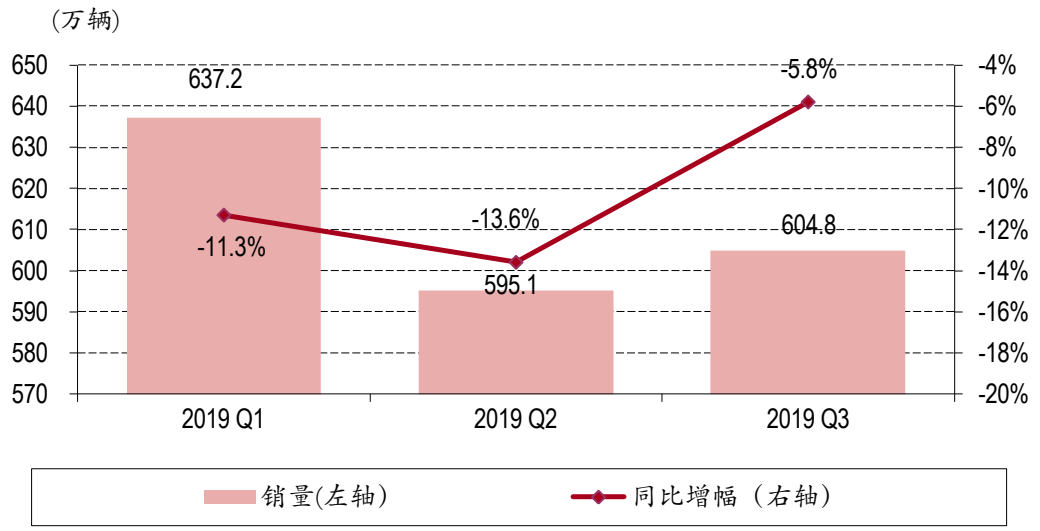
图表目录

图表 1. 2019 第三季度汽车行业销量同比降幅明显收窄 4
图表 2. 2019 第三季度乘用车销量同比下滑降幅收窄 4
图表 3. 各车型促销折扣走势 4
图表 4. 2019 第三季度客车销量同比实现增长 5
图表 5. 2019 第三季度卡车销量降幅收窄 5
图表 6. 2019 前三季度新能源汽车销量同比增速下行 5
图表 7.预计 2019 年乘用车与商用车都将出现下滑 6
图表 8. 2019 年 1-8 月重点汽车工业企业营业收入累计增速 7
图表 9. 2019 前三季度汽车上市公司分板块收入同比增幅 7
图表 10.汽车经销商库存系数 8
图表 11. 2019 年 1-8 月重点汽车工业企业利润总额累计增速 9
图表 12. 2019 年前三季度上市公司分板块营业利润同比增幅 9
图表 13.2019 年前三季度分板块季度毛利率及三项费用率同比变化 10
图表 14. 2019 年 1-9 月销售商品提供劳务收到现金/营业收入 11
图表 15. 2019 年 1-9 月分板块资本结构及同比变化 11
图表 16.2019 年前三季度营业总收入同比增幅分布 12
图表 17. 2019 年第三季度营业总收入同比增幅分布 12
图表 18. 2019 年前三季度归母净利润同比增幅分布 12
图表 19. 2019 年第三季度归母净利润同比增幅分布 12
图表 20. 2019 年前三季度扣非归母净利润同比增幅分布 13
图表 21. 2019 年第三季度扣非归母净利润同比增幅分布 13
图表 22. 2019 年前三季度主要上市公司营收及归母净利润同比增幅 14
图表 23. 2019 年前三季度主要上市公司毛利率和净资产收益率 15
续 图表 23. 2019 年前三季度主要上市公司毛利率和净资产收益率 16
图表 24. 重点推荐公司及盈利预测 19
附录图表 25. 报告中提及上市公司估值表 21

第三季度乘用车与商用车销量降幅均有所收窄

2019 年前三季度全行业销售各类汽车 1,837.1 万辆，同比下滑 10.3%。Q1、Q2、Q3 同比分别下滑 11.3%、13.6%、5.8%。2019 上半年销量下滑幅度较大，第三季度销量较第二季度销量有所回升，同比降幅明显收窄。

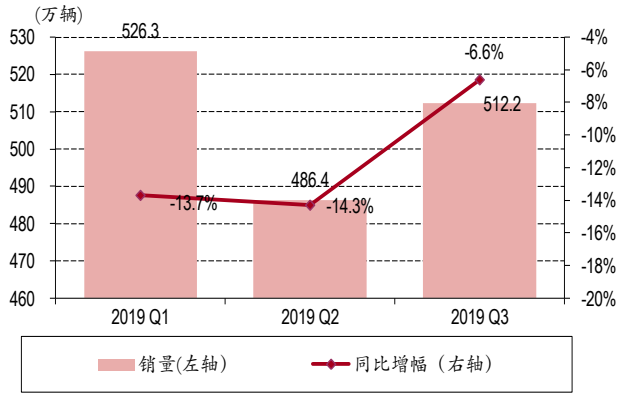
图表 1. 2019 第三季度汽车行业销量同比降幅明显收窄



资料来源：中汽协，中银国际证券

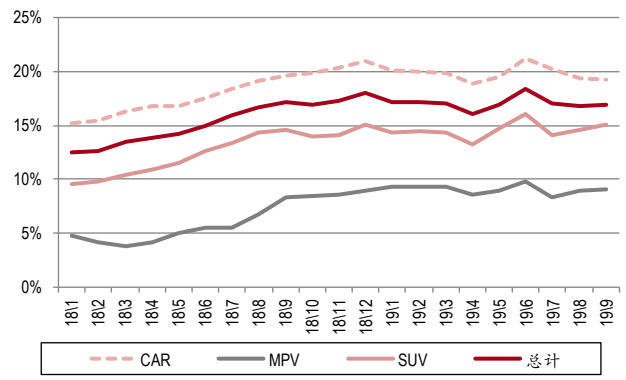
乘用车前三季度销售 1,524.9 万辆，同比下滑 11.7%。Q1、Q2、Q3 销量同比分别下滑 13.7%、14.3%、6.6%，较去年同期下滑明显，但 Q3 厂商对国六车型铺货加之同期基数较低，销量降幅明显缩窄。乘用车市场后续基数较低，春节时间较早，预计销量有望逐渐回暖。

图表 2. 2019 第三季度乘用车销量同比下滑降幅收窄



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 3. 各车型促销折扣走势



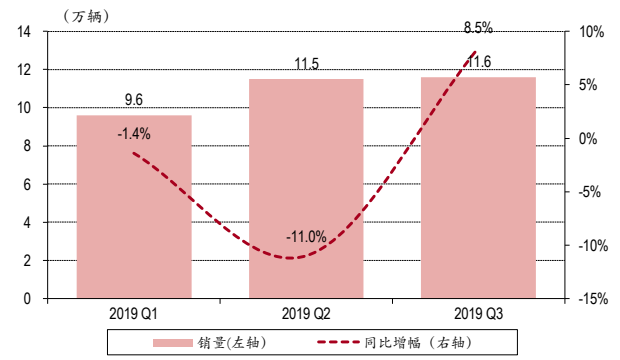
资料来源：乘联会，中银国际证券

商用车前三季度销售 312.2 万辆，同比下滑 3.4%。其中 Q1 销售 111.0 万辆，同比增长 2.2%，Q2 销售 108.7 万辆，同比下滑 10.1%，Q3 销售 92.6 万辆，同比下滑 1.5%。

客车前三季度销售 32.6 万辆，同比下滑 2.0%。其中 Q1、Q2 销量同比分别下滑 1.4%、11.0%，Q3 销量同比增长 8.5%。预计主要是由于 2019 年新能源公交车补贴过渡期延至 8 月 7 日，过渡期结束前有部分冲量效应，预计全年客车销量小幅下滑。

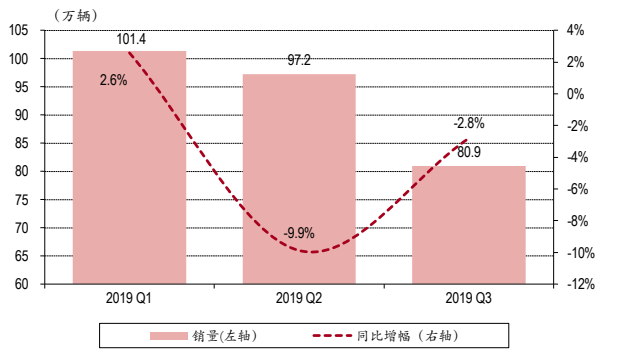
卡车前三季度销售 279.5 万辆，同比下滑 3.5%；其中 Q1 销量增长 2.6%，Q2 销量下滑 9.9%，Q3 销量下滑 2.8%，降幅收窄。2019 年 5 月 21 日央视报道蓝牌轻卡超载问题与无锡事件后，各地严查超载，预计将提高卡车销量中枢，预计卡车销量 Q4 有望有所回暖，全年小幅下滑。

图表 4. 2019 第三季度客车销量同比实现增长



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 5. 2019 第三季度卡车销量降幅收窄



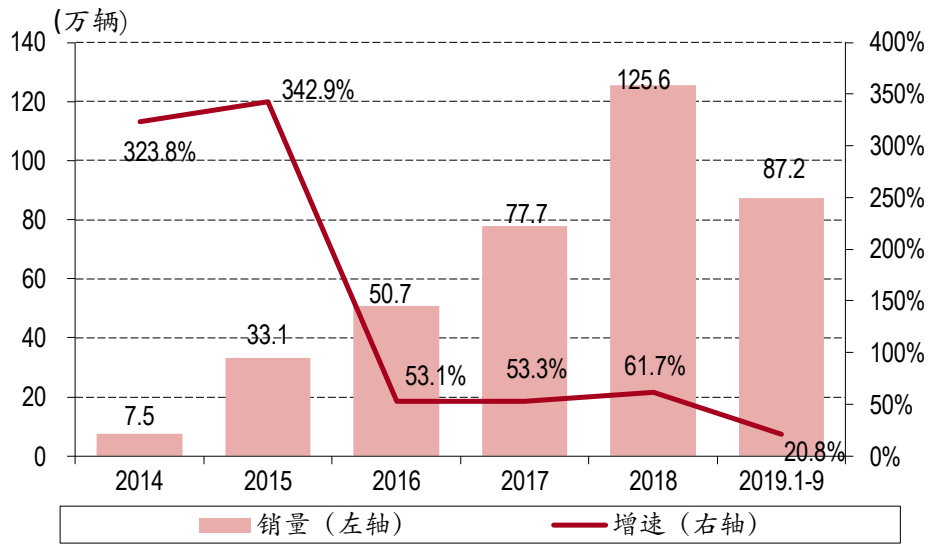
资料来源：中汽协，中银国际证券

2019 前三季度新能源汽车销售 87.2 万辆，同比增长 20.8%；其中新能源乘用车同比增长 26.1%，新能源商用车同比下滑 14.7%。其中 Q1 新能源乘用车销售 27.6 万辆，同比增长 113.1%，新能源商用车销售 2.3 万辆，同比增长 75.8%；Q2 新能源乘用车销售 28.7 万辆，同比增长 27.2%，新能源商用车销售 3.1 万辆，同比下滑 30.8%；Q3 新能源乘用车销售 22.9 万辆，同比下滑 16.1%，新能源商用车销量 2.6 万辆，同比下滑 27.8%。

Q3 新能源乘用车销量同比快速下滑，6 月 26 日起补贴过渡期结束后地补取消补贴大幅退坡，消费者购车实际成本将上涨，产业链各环节也需重新适应，预计销量短期承压。从长远看，双积分政策推动车企积极发展新能源汽车，尤其是合资车企的新能源发展迅猛，未来的电动车市场潜力巨大，有望持续维持高景气度，中长期来看新能源乘用车销量仍有较大的增长空间。8 月 7 日后新能源公交车补贴过渡期终止，Q3 有部分冲量，新能源商用车销量同比降幅有所收窄。

预计 Q4 新能源乘用车与商用车销量都将承压，预计 2019 年新能源汽车销量有望达到 125 万辆，同比基本持平。其中乘用车 110 万辆， 同比增长 4.5%；商用车 15 万辆，同比下滑 26%。

图表 6. 2019 前三季度新能源汽车销量同比增速下行



资料来源：中汽协，中银国际证券

我们预计2019年全行业共销售汽车2,598万辆，同比下滑7.5%；其中乘用车2,170万辆，同比下滑8.5%；商用车428万辆，同比下滑2.1%。乘用车市场有望逐步回暖但全年销量仍将下滑，商用车销量由于基数较高，预计小幅下滑。

图表7.预计2019年乘用车与商用车都将出现下滑

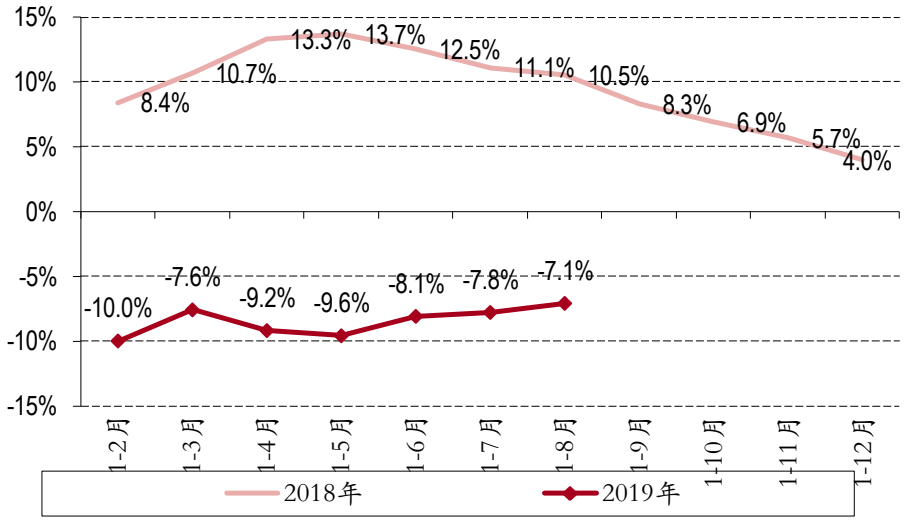
(万辆)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
汽车总计	2,349	2,460	2,803	2,888	2,808	2,598
同比(%)	6.9	4.7	13.7	3.0	(2.8)	(7.5)
其中：乘用车	1,970	2,115	2,438	2,472	2,371	2,170
同比(%)	9.9	7.3	14.9	1.4	(4.1)	(8.5)
商用车	379	345	365	416	437	428
同比(%)	(6.5)	(9.0)	5.8	13.9	5.1	(2.1)

资料来源：中汽协，中银国际证券

第三季度乘用车板块收入同比持平，客车板块快速增长

根据中汽协数据，2019 年 1-8 月 17 家汽车工业重点企业集团实现营业收入 25,236.5 亿元，同比下降 7.1%，增速低于去年同期 17.6 个百分点，由于 2019 年 1-8 月车市销量下滑明显，全国重点汽车工业企业营业收入下滑较快。

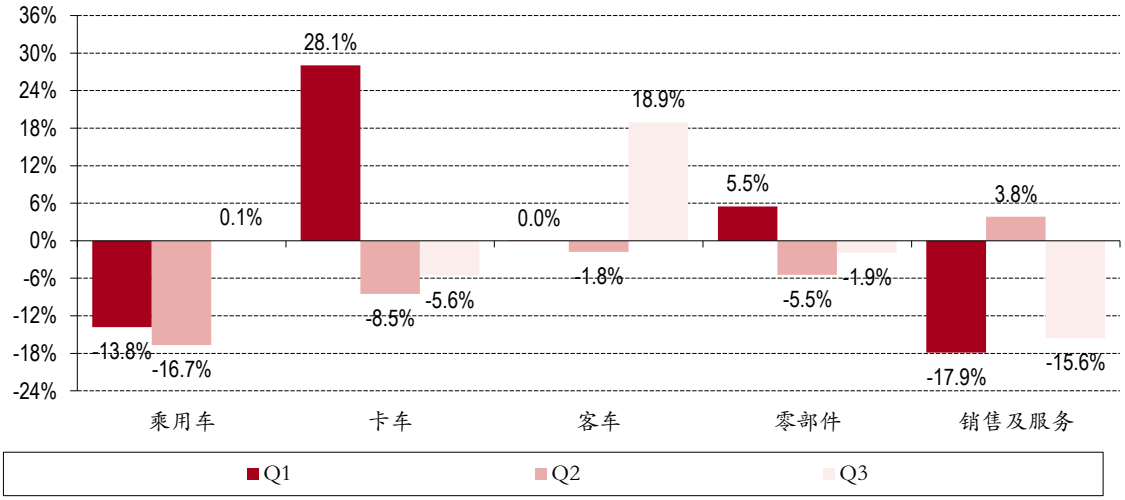
图表 8. 2019 年 1-8 月重点汽车工业企业营业收入累计增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

第三季度上市公司汽车主要板块中，Q3 乘用车批发销量降幅收窄，折扣收窄，乘用车板块收入同比基本持平，零部件板块收入降幅环比收窄，销售及服务板块预计受到切换国六后终端销量不振影响，收入出现较大幅度下滑。Q3 客车销量 8.5%增长与售价较高的新能源占比提升，收入实现快速增长。卡车销量小幅下滑，收入也出现小幅下滑。

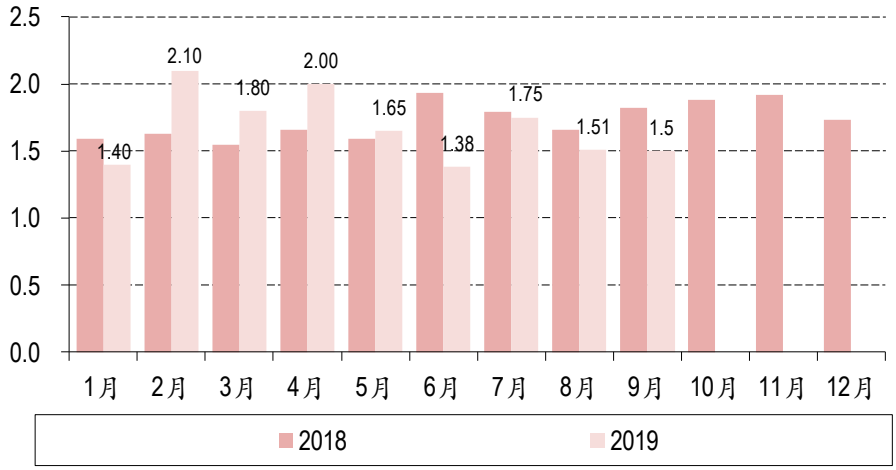
图表 9. 2019 前三季度汽车上市公司分板块收入同比增幅



资料来源：万得，中银国际证券

根据汽车流通协会数据，2019 年 9 月汽车经销商库存系数为 1.50，同比下降 17.6%，环比下降 0.7%，库存水平位于警戒线位置。经销商库存控制较好，为后续车市健康发展奠定良好基础。后续基数较低与消费情绪逐渐恢复，乘用车市场有望逐渐迎来回暖，预计乘用车、零部件与销售及服务板块收入同比 Q4 都将有所改善，全年小幅下滑。

图表 10.汽车经销商库存系数



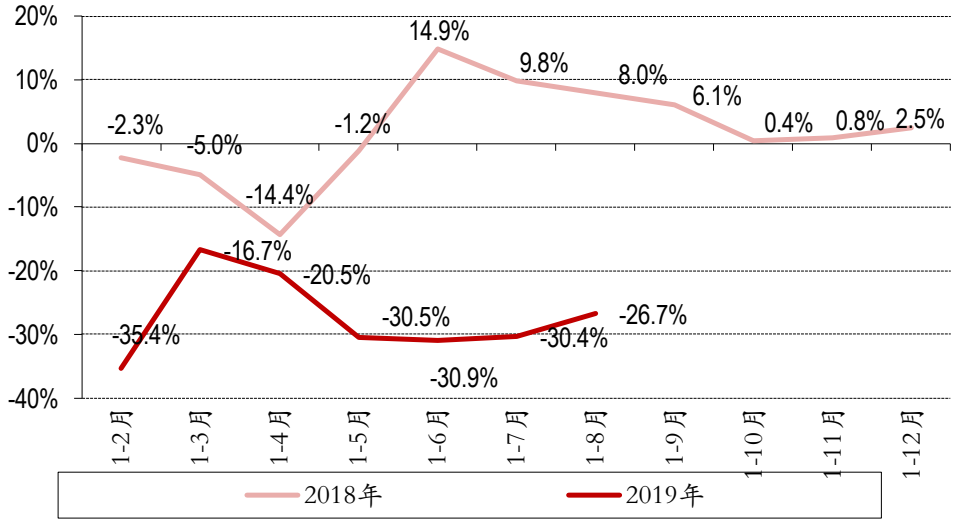
资料来源：中国汽车流通协会，中银国际证券

卡车板块预计由于卡车严查超载问题提升销量中枢加之运煤季到来，预计 Q4 销量与收入降幅缩窄或实现小幅增长。新能源补贴过渡期后贴退坡幅度较大，Q4 客车板块销量与收入都将承压。

第三季度卡车、客车板块营业利润高速增长，其他板块均现下滑

根据中汽协数据，全国重点汽车工业企业利润总额 2019 年 1-8 月共实现 2,065.5 亿元，同比下降 26.7%，增幅比去年同期降低 34.7 个百分点，车市销量下滑较快导致利润大幅下滑，但 Q3 销量降幅与折扣缩窄，利润总额降幅也有所收窄。

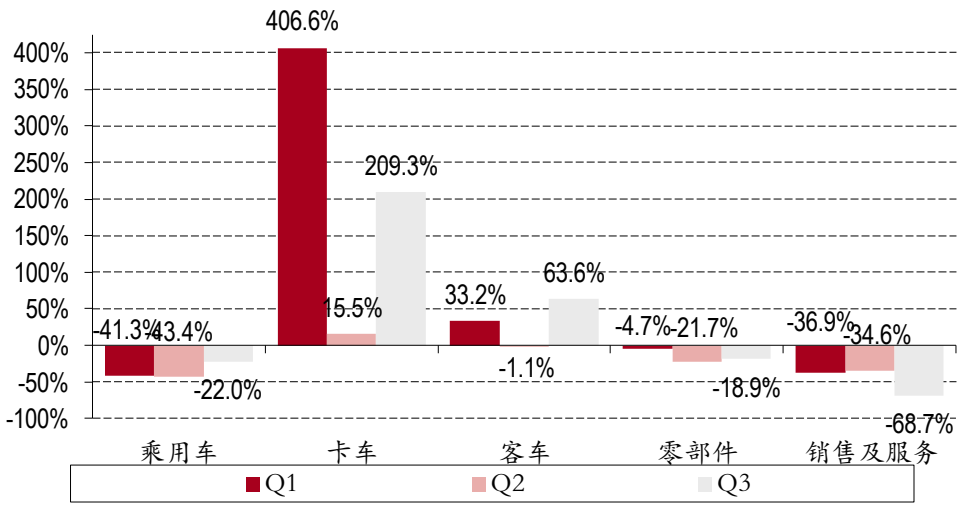
图表 11. 2019 年 1-8 月重点汽车工业企业利润总额累计增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

第三季度上市公司汽车主要板块营业利润同比增速卡车、客车板块实现高速增长，乘用车、零部件与汽车销售及服务板块下滑幅度均较大。Q3 卡车行业板块上市公司福田汽车 2018 年转让部分宝沃股权导致业绩大幅改善扭亏为盈，带动板块营业利润高速增长；客车行业收入快速增长，营业利润高速增长；受乘用车销量下滑幅度较大影响，乘用车板块与汽车销售及服务板块营业利润下滑幅度也较大，预计由于乘用车销量下滑加之年降幅度较大导致零部件板块营业利润也出现快速下滑，乘用车与零部件板块降幅环比收窄，销售及服务板块降幅较大主要受到成分股*ST 庞大亏损较大拖累。

图表 12. 2019 年前三季度上市公司分板块营业利润同比增幅



资料来源：万得，中银国际证券

预计随着乘用车销量Q4降幅收窄逐渐回暖，乘用车板块营业利润将有所改善，零部件、销售及服务板块营业利润同期基数较低，预计同比将实现高速增长。但在行业整体竞争加剧，整车厂降本的压力下，预计全年乘用车、零部件、销售及服务板块营业利润仍将承压。新能源公交补贴过渡期结束，预计Q4客车板块营业利润将承压。卡车板块成分股福田汽车转让宝沃汽车部分股权后亏损有望扭亏为盈，2018年卡车板块营业利润基数较低，预计Q4营业利润仍将实现较好增长，全年有望快速增长。

从毛利率及费用率等指标来看，乘用车板块Q3营业利润同比下降主要受毛利率下降，管理与研发费用率提升影响；卡车板块Q3收入小幅下滑，销售、管理与研发费用率有所提升，但毛利率提升与财务费用率下降较快，营业利润大幅增长；客车板块Q3营业利润大幅提升，主要由于营业收入的提高、管理与研发费用率、财务费用率有所下降；零部件板块毛利率有所增长，但收入下滑，销售、管理与研发、财务费用率均有所提升，导致Q3营业利润下滑；销售及服务板块毛利率有所提升，但销售费用率、财务费用率也增加较多，同时营业收入大幅下滑，导致Q3营业利润大幅下滑。

图表13.2019年前三季度分板块季度毛利率及三项费用率同比变化

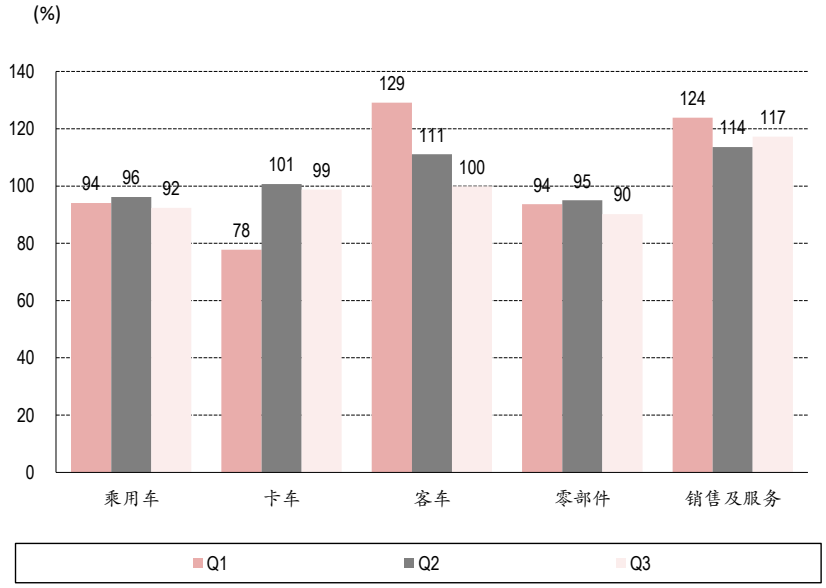
	毛利率 (同比增加百分点)			销售费用率 (同比增加百分点)			管理+研发费用率 (同比增加百分点)			财务费用率 (同比增加百分点)		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
乘用车	(1.3)	(1.7)	(2.0)	0.3	0.4	(0.7)	0.8	1.9	1.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
卡车	0.2	0.2	1.8	(0.5)	0.3	0.3	(1.3)	1.0	0.6	(0.2)	(0.6)	(0.8)
客车	1.6	0.6	(1.3)	(0.0)	(0.1)	0.3	1.7	0.5	(0.7)	0.1	1.1	(0.6)
零部件	(0.3)	0.9	0.7	(0.1)	0.2	0.2	0.8	3.0	0.4	(0.1)	0.3	0.1
销售及服务	2.1	0.4	0.6	0.9	0.1	0.3	0.3	0.7	0.0	0.1	(0.8)	0.3

资料来源：万得，中银国际证券

现金流及资本结构

2019 年三季度卡车、客车、汽车销售及服务板块现金流较好，收款情况良好；乘用车、零部件板块现金流略差，且 Q3 较 Q2 有所恶化。

图表 14. 2019 年 1-9 月销售商品提供劳务收到现金/营业收入



资料来源：万得，中银国际证券

截止到 2019 年前三季度末，资产负债率方面，客车、卡车板块小幅下降，乘用车、零部件、汽车销售与服务板块有所上升。流动资产/总资产方面，乘用车板块小幅上升，客车、零部件板块小幅下降，卡车板块提升较快。

图表 15. 2019 年 1-9 月分板块资本结构及同比变化

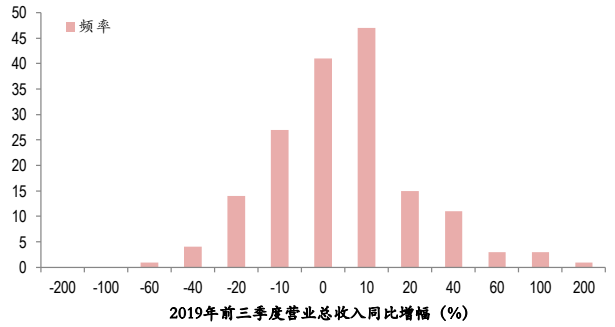
板块	资产负债率			流动资产/总资产		
	18 年三季度 (%)	19 年三季度 (%)	同比增加百分点	18 年三季度 (%)	19 年三季度 (%)	同比增加百分点
乘用车	59.4	60.5	1.1	55.4	56.2	0.8
卡车	66.6	66.3	(0.3)	60.1	65.0	4.9
客车	71.2	68.4	(2.8)	78.9	77.3	(1.6)
零部件	51.1	53.5	2.4	56.3	54.4	(1.8)
销售及服务	65.5	67.4	2.0	59.3	59.2	(0.0)

资料来源：万得，中银国际证券

主要上市公司分析

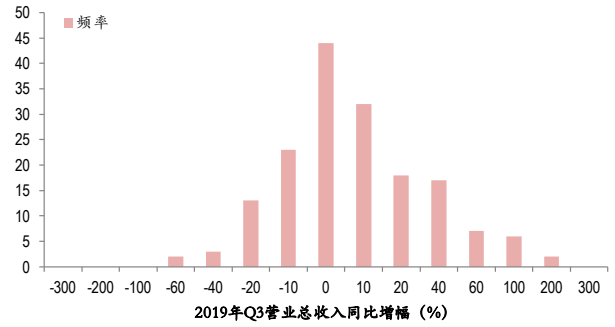
2019 第三季度汽车销量同比降幅收窄，销售逐渐企稳，汽车产业链整体业绩有所改善。中信汽车板块 167 家上市公司中，前三季度营业总收入同比增幅均值为-0.9%，中值为-1.1%，增幅大多集中在-20%~20%之间；第三季度营业总收入同比增幅均值为 4.3%，中值为-0.2%，增幅大多集中在-20%~20%之间。

图表 16.2019 年前三季度营业总收入同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

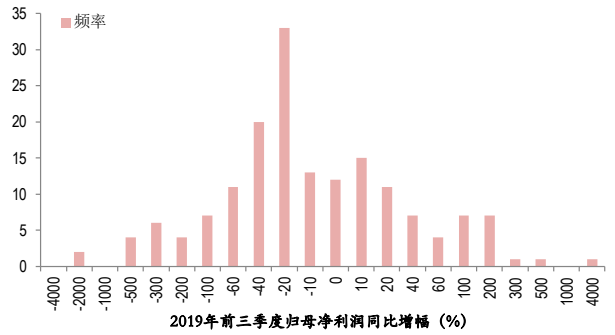
图表 17. 2019 年第三季度营业总收入同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

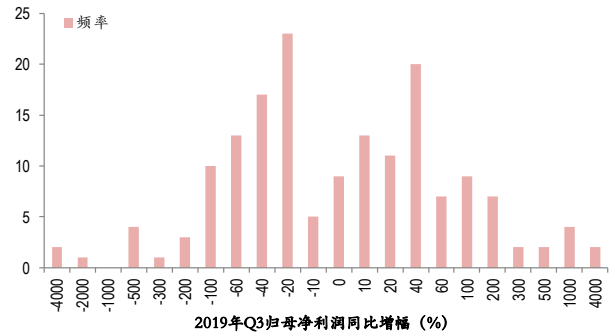
中信汽车板块 167 家上市公司中，前三季度归母净利润同比增幅均值为-19.1%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为-23.3%，增幅大多集中在-60%~20%之间；第三季度同比增幅均值为-9.8%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为-5.8%，增幅大多集中在-60%~40%之间。

图表 18. 2019 年前三季度归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

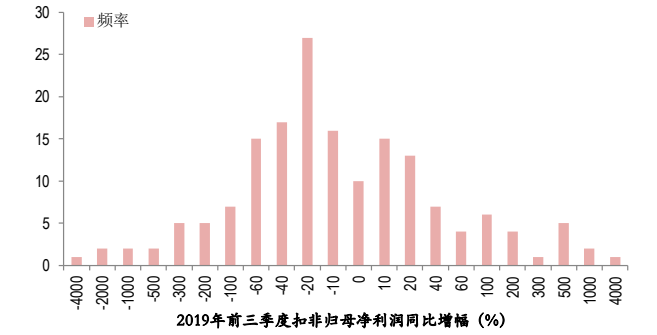
图表 19. 2019 年第三季度归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

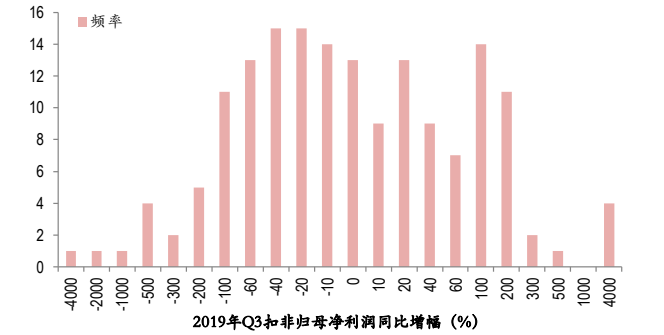
前三季度扣非归母净利润同比增幅均值为-22.4%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为-18.4%，增幅大多集中在-60%~20%之间；第三季度扣非归母净利润同比增幅均值-8.5%（剔除增幅<-300%或>300%的极值），中值为-9.7%，增幅大多集中在-60%~20%之间。

图表 20. 2019 年前三季度扣非归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 2019 年第三季度扣非归母净利润同比增幅分布



资料来源：万得，中银国际证券

前三季度各大板块主要上市公司整体业绩表现不佳，但第三季度客车板块收入与净利润表现较好，乘用车与零部件板块收入与净利润同比增幅总体较上半年有所改善，销售与服务、卡车板块波动比较大。

乘用车板块主要上市公司中，在车市下行、促销加大、竞争加剧的背景下，前三季度大多表现不佳净利润出现明显下滑，比亚迪（新能源乘用车销量高速增长，去年同期基数低）、一汽夏利（亏损幅度较去年同期有所收窄）、江淮汽车（去年同期基数较低）业绩实现增长。Q3 从环比来看，受益销量有所回暖与终端折扣缩窄，上汽集团、长城汽车、广汽集团（扣除政府补助等非经常损益）业绩环比有所改善，一汽夏利、小康股份亏损有所收窄；Q3 从同比来看，上汽集团降幅收窄，长城汽车、长安汽车同比增幅转正，小康股份、江淮汽车、一汽夏利较去年同期亏损收窄，北汽蓝谷、比亚迪（新能源补贴退坡较大、销量下滑）业绩大幅下滑；一汽轿车、众泰汽车、力帆股份等弱势企业业绩大幅下滑。

卡车板块主要上市公司中，前三季度受益于重卡行业高景气度，中国重汽利润实现较快增长，福田汽车由于转让宝沃部分股权扭亏为盈，东风汽车（费用增长较快、投资收益减少）、江铃汽车（产品结构调整）业绩表现不佳。Q3 受益产品结构改善，江铃汽车环比与同比均实现较快增长；Q3 由于工程车销量疲软销量下滑导致中国重汽同比与环比净利润均出现较快下滑；福田汽车 Q3 虽实现盈利，但净利润环比大幅下滑。

客车板块主要上市公司中，前三季度中通客车（客车销量快速增长）、宇通客车（销量有所增长，控价保利）业绩实现增长，亚星客车（补贴退坡毛利率大幅下降）、金龙汽车（客车销量下滑）业绩下滑。Q3 从环比来看，宇通客车净利润实现增长，中通客车、亚星客车、金龙汽车净利润出现下滑；Q3 从同比来看，受益于客车行业销量增长，中通客车、宇通客车、亚星客车、金龙汽车净利润同比均实现较好增长。

汽车销售及服务板块主要上市公司中，受车市下行影响，前三季度广汇汽车、*ST 庞大、国机汽车净利润均呈现较快下滑，东方时尚基本持平。Q3 从环比来看，广汇汽车、东方时尚净利润有所增长；Q3 从同比来看，广汇汽车扣非后业绩有所改善，预计由于国五国六切换影响终端销量国机汽车利润降幅有所扩大，*ST 庞大亏损持续扩大。

零部件板块主要上市公司中，前三季度宁波华翔（热成型产品配套大众车型量产，德国华翔减亏）、星宇股份（LED 大灯放量，拓展新客户）、新坐标（气门传动组精密冷锻件高速增长）、潍柴动力（重卡销量维持高位，凯傲业绩高速增长）业绩呈现增长，其他零部件公司业绩大都出现下滑。Q3 从环比来看，受益车市总体有所回暖，华域汽车、旭升股份、宁波高发、保隆科技、广东鸿图、星宇股份、新坐标、继峰股份、德尔股份、拓普集团业绩环比有所增长；Q3 从同比来看，华域汽车（非经常损益影响）、均胜电子（去年同期基数变动较大）、万里扬（CVT 批量配套吉利等客户迎来放量，费用率降低）、万丰奥威（车市降幅缩窄）、宁波高发（车市降幅缩窄，同期基数较低）、德赛西威（同期基数较低）、保隆科技（保富德国扭亏，国内业务改善）、广东鸿图（毛利率提升，研发费用降低）、星宇股份（车市降幅缩窄，同期基数较低）、继峰股份（车市降幅缩窄）、潍柴动力（非经常性损益影响）、威孚高科（卡车 Q3 销量降幅收窄）、拓普集团（车市降幅缩窄）同比增速有所改善，其他零部件公司 Q3 同比增速大都有所恶化。

图表 22. 2019 年前三季度主要上市公司营收及归母净利润同比增幅

(%)			营业总收入					归属母公司股东净利润				
	证券代码	证券简称	19Q1 同比	19Q2 同比	19Q3 同比	19Q1-Q3 同比	19Q3 环比	19Q1 同比	19Q2 同比	19Q3 同比	19Q1-Q3 同比	19Q3 环比
乘用车	600104.SH	上汽集团	(16.2)	(22.1)	(0.4)	(13.2)	18.7	(15.0)	(40.6)	(19.1)	(24.9)	27.5
	601633.SH	长城汽车	(14.8)	(15.2)	18.0	(6.1)	13.1	(62.8)	(53.9)	506.8	(25.7)	88.2
	600733.SH	北汽蓝谷	76.0	76.9	81.3	78.6	11.4	115.0	(80.3)	(898.8)	(303.5)	(693.6)
	000625.SZ	长安汽车	(20.0)	(11.3)	7.3	(9.5)	9.9	(250.6)	(166.0)	5.6	(328.8)	(193.3)
	601238.SH	广汽集团	(26.1)	(21.2)	(10.0)	(19.6)	5.0	(28.4)	(29.4)	(51.9)	(35.8)	(33.9)
	000800.SZ	一汽轿车	(34.4)	1.1	20.1	(6.9)	9.6	(26.2)	(200.7)	(609.6)	(297.3)	(856.0)
	000927.SZ	一汽夏利	(64.1)	(56.8)	(69.3)	(62.5)	(57.5)	10.8	15.0	59.2	30.2	57.6
	000980.SZ	众泰汽车	(27.1)	(77.7)	(88.4)	(59.6)	(66.3)	(24.9)	(342.3)	(524.5)	(283.0)	(18.6)
	600418.SH	江淮汽车	13.7	14.0	(19.2)	2.4	(17.6)	(69.1)	231.7	97.0	154.3	(105.7)
	601127.SH	小康股份	(24.3)	(29.7)	1.7	(19.0)	31.2	(137.0)	(1333.9)	25.2	(951.6)	29.6
	601777.SH	力帆股份	(31.1)	7.8	(35.2)	(19.5)	(48.6)	(257.6)	(1450.8)	(17962.1)	(2064.6)	(98.5)
	002594.SZ	比亚迪	22.5	8.4	(9.2)	5.4	(0.8)	632.0	87.1	(88.6)	3.1	(83.0)
卡车	000550.SZ	江铃汽车	0.4	(7.6)	13.3	1.1	(7.3)	(83.6)	(79.6)	198.7	(27.9)	193.2
	000951.SZ	中国重汽	24.8	(17.8)	(21.7)	(6.3)	(37.9)	60.5	13.5	(27.5)	12.0	(45.3)
	600006.SH	东风汽车	26.8	9.4	(7.9)	7.6	(12.7)	(10.4)	(19.6)	(29.8)	(19.8)	(33.8)
	600166.SH	福田汽车	50.3	(2.7)	(0.7)	13.9	(21.3)	113.3	157.0	101.0	115.2	(95.2)
客车	000957.SZ	中通客车	54.1	27.5	54.1	42.1	(21.6)	204.6	(0.3)	617.8	64.4	(23.3)
	600066.SH	宇通客车	3.9	4.2	13.6	7.7	9.0	5.4	15.7	10.4	10.6	72.4
	600213.SH	亚星客车	36.9	2.3	53.2	23.6	(13.7)	(64.3)	(35.0)	45.6	(31.8)	(69.8)
	600686.SH	金龙汽车	(21.5)	(17.2)	17.6	(8.4)	(0.8)	2098.0	(43.8)	278.1	(9.1)	(42.4)
销售服务	600297.SH	广汇汽车	(5.5)	12.2	(1.9)	1.5	(4.5)	(28.4)	(28.5)	(29.4)	(28.8)	3.9
	601258.SH	*ST 庞大	(68.3)	(55.6)	(40.7)	(56.4)	1.4	(1168.1)	(433.6)	(76.9)	(783.9)	(22.9)
	600335.SH	国机汽车	(12.3)	28.4	(37.0)	(8.9)	(39.2)	(4.2)	(10.1)	(35.6)	(15.6)	(45.7)
	603377.SH	东方时尚	(5.7)	3.1	17.7	5.9	5.2	108.3	(27.8)	16.5	0.0	24.4
零部件	600741.SH	华域汽车	(11.6)	(15.4)	(5.8)	(11.1)	0.1	(36.6)	(18.5)	(1.7)	(22.6)	2.9
	600660.SH	福耀玻璃	3.9	0.3	6.1	3.4	(0.1)	7.7	(31.1)	(39.7)	(28.1)	(6.5)
	600742.SH	一汽富维	(1.3)	(1.5)	(5.5)	(2.8)	(7.4)	(6.9)	(3.1)	(14.7)	(8.1)	(20.3)
	603305.SH	旭升股份	17.2	(9.5)	(17.5)	(5.8)	8.9	(30.7)	(39.9)	(47.2)	(40.8)	9.3
	002048.SZ	宁波华翔	14.3	2.8	11.5	9.3	10.0	16.1	52.6	22.7	32.9	(14.7)
	600699.SH	均胜电子	120.9	(1.6)	(10.8)	16.2	(2.7)	792.5	(70.1)	(20.4)	(33.6)	(20.3)
	000887.SZ	中鼎股份	(12.6)	(4.3)	(2.0)	(6.5)	(11.1)	(18.0)	(54.7)	(58.7)	(42.9)	(2.1)
	603085.SH	天成自控	105.9	70.5	51.9	74.4	(15.6)	101.7	(56.6)	(153.8)	(37.8)	(170.9)
	002434.SZ	万里扬	(5.1)	(2.2)	13.2	2.0	8.3	(11.7)	(21.4)	30.8	(5.4)	(0.2)
	002085.SZ	万丰奥威	(4.9)	(2.2)	(6.3)	(4.5)	3.5	(10.0)	(34.4)	(20.3)	(23.3)	(16.5)
	603788.SH	宁波高发	(42.2)	(39.2)	(21.1)	(35.3)	2.7	(48.2)	(37.8)	2.3	(32.2)	11.7
	002920.SZ	德赛西威	(28.4)	(13.1)	6.1	(12.7)	0.5	(72.8)	(53.7)	(21.0)	(57.8)	(31.0)
	603197.SH	保隆科技	26.0	41.8	53.4	40.1	7.3	(29.2)	(40.7)	72.9	(1.6)	198.5
	002101.SZ	广东鸿图	(2.1)	6.9	0.1	1.6	7.1	(14.7)	(42.7)	3.3	(19.9)	59.8
	603179.SH	新泉股份	(22.4)	(21.2)	(11.1)	(18.6)	0.4	(28.6)	(49.2)	(50.3)	(42.7)	(1.8)
	601799.SH	星宇股份	21.2	0.6	9.7	10.2	9.0	30.2	(0.1)	37.9	21.0	13.5
	603040.SH	新坐标	14.0	2.1	8.7	8.1	7.5	5.8	14.4	10.9	10.3	12.0
	603997.SH	继峰股份	0.3	(11.2)	7.0	(1.6)	10.3	(24.3)	(16.3)	(14.0)	(18.1)	34.7
	603037.SH	凯众股份	(8.3)	(13.2)	(9.1)	(10.2)	(7.3)	(7.1)	(45.3)	(39.6)	(27.9)	(31.5)
	002126.SZ	银轮股份	15.3	(8.0)	(2.2)	1.1	(11.1)	6.4	(7.1)	(33.6)	(9.8)	(41.7)
	000338.SZ	潍柴动力	15.3	6.0	(0.2)	7.2	(21.5)	35.0	9.0	10.1	17.6	(34.3)
	000581.SZ	威孚高科	(5.1)	(17.0)	0.9	(7.9)	(10.2)	(12.1)	(25.4)	(7.9)	(16.0)	(17.2)
	300473.SZ	德尔股份	4.9	4.3	(2.3)	2.2	(10.4)	(44.2)	(71.3)	(67.3)	(61.7)	6.9
	300258.SZ	精锻科技	(2.8)	(8.5)	(6.4)	(5.9)	(1.7)	(0.3)	(34.9)	(43.3)	(27.5)	(33.4)
	601689.SH	拓普集团	(16.8)	(24.4)	(3.9)	(15.5)	11.3	(43.1)	(59.1)	(29.7)	(45.3)	30.4
	002472.SZ	双环传动	4.3	(10.3)	(0.7)	(2.7)	(8.4)	(28.8)	(53.2)	(57.0)	(47.3)	(21.6)

资料来源：万得，中银国际证券

从毛利率及净资产收益率来看，乘用车板块中，小康股份、一汽轿车、比亚迪毛利率较高，Q3 长城汽车、长安汽车毛利率环比提升较快，北汽蓝谷、一汽轿车、众泰汽车毛利率下滑较快；受益合资企业投资收益的广汽集团与上汽集团净资产收益率较高，Q3 上汽集团、长城汽车、小康股份净资产收益率环比有所改善，其他公司 Q3 持续恶化。

卡车板块中，江铃汽车、福田汽车的毛利率较高，Q3 江铃汽车、东风汽车、福田汽车毛利率环比均有所改善；中国重汽由于重卡持续热销净资产收益率表现优异，Q3 江铃汽车净资产收益率环比有所提升。

客车板块中，宇通客车毛利率处于领先地位，Q3 中通客车、宇通客车、金龙汽车环比有所改善；宇通客车净资产收益率较高，Q3 进一步提高。

汽车销售及服务板块中，东方时尚毛利率与净资产收益率较高，主要是其业务为驾驶员培训，经销商中广汇汽车毛利率与净资产收益率均较高，且环比有所提升。

零部件板块中，产品技术含量高、竞争格局稳定的企业毛利率相对较高，如新坐标、福耀玻璃、凯众股份、精锻科技、继峰股份、旭升股份、宁波高发、保隆科技等，Q3 福耀玻璃、旭升股份、宁波高发、德赛西威、保隆科技、广东鸿图、星宇股份、继峰股份、潍柴动力、拓普集团毛利率环比有所提升；净资产收益率方面，新坐标、保隆科技、星宇股份、福耀玻璃、威孚高科、华域汽车、继峰股份、潍柴动力表现出色，Q3 旭升股份、宁波高发、保隆科技、广东鸿图、星宇股份、新坐标、继峰股份、拓普集团净资产收益率环比有所提升。

图表 23. 2019 年前三季度主要上市公司毛利率和净资产收益率

			毛利率（%）				加权净资产收益率（%）			
	证券代码	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3
乘用车	600104.SH	上汽集团	12.7	12.5	12.3	12.5	3.4	2.3	2.9	8.7
	601633.SH	长城汽车	13.7	13.6	18.5	15.3	1.5	1.4	2.7	5.5
	600733.SH	北汽蓝谷	13.0	7.9	(0.8)	5.0	0.2	0.4	(2.1)	(1.6)
	000625.SZ	长安汽车	5.0	11.9	18.8	11.8	(4.6)	(0.3)	(1.0)	(5.9)
	601238.SH	广汽集团	12.4	5.7	5.4	7.8	3.6	2.7	1.8	8.0
	000800.SZ	一汽轿车	15.6	20.3	13.9	16.6	0.5	(0.4)	(3.5)	(3.4)
	000927.SZ	一汽夏利	(113.4)	(60.8)	(2.8)	(61.2)				
	000980.SZ	众泰汽车	16.0	6.5	(0.0)	13.1	0.6	(2.3)	(2.8)	(4.4)
	600418.SH	江淮汽车	10.7	11.7	10.7	11.0	0.5	0.5	(0.0)	0.9
	601127.SH	小康股份	19.4	14.5	16.0	17.0	(1.6)	(3.9)	(2.8)	(8.3)
	601777.SH	力帆股份	10.4	1.7	2.4	4.8	(1.3)	(12.2)	(29.7)	(42.9)
	002594.SZ	比亚迪	19.0	15.3	13.9	16.0	1.3	1.2	0.2	2.7
卡车	000550.SZ	江铃汽车	13.9	15.8	17.8	15.8	0.2	0.3	0.9	1.5
	000951.SZ	中国重汽	9.5	11.5	11.2	10.6	5.0	5.2	2.8	12.9
	600006.SH	东风汽车	13.8	10.9	12.2	12.2	1.6	1.8	1.2	4.6
	600166.SH	福田汽车	13.3	13.4	15.9	14.0	0.5	1.1	0.1	1.7
客车	000957.SZ	中通客车	15.3	13.8	14.9	14.6	0.1	1.1	0.8	2.0
	600066.SH	宇通客车	24.3	22.1	24.1	23.4	1.8	2.2	3.9	7.9
	600213.SH	亚星客车	18.0	14.8	13.9	15.1	0.6	4.7	1.4	6.7
	600686.SH	金龙汽车	10.9	12.3	12.5	12.0	0.2	1.1	0.6	1.6
销售及服务	600297.SH	广汇汽车	10.8	9.6	10.0	10.1	2.1	1.9	2.0	6.0
	601258.SH	*ST 庞大	9.0	6.3	4.6	6.4	(7.9)	(12.6)	(17.9)	(20.5)
	600335.SH	国机汽车	7.1	7.6	7.1	7.3	2.4	2.4	1.2	5.3
	603377.SH	东方时尚	44.3	53.9	57.3	53.0	1.7	4.3	5.3	10.8

资料来源：万得，中银国际证券

续 图表 23. 2019 年前三季度主要上市公司毛利率和净资产收益率

			毛利率（%）				加权净资产收益率（%）			
	证券代码	证券简称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3
零部件	600741.SH	华域汽车	14.3	15.1	14.2	14.5	4.0	3.3	3.3	10.5
	600660.SH	福耀玻璃	39.1	36.1	37.2	37.4	3.0	4.4	4.1	11.4
	600742.SH	一汽富维	8.4	8.6	7.4	8.1	2.2	2.8	2.3	7.1
	603305.SH	旭升股份	32.9	32.8	35.3	33.7	2.6	3.2	3.5	9.3
	002048.SZ	宁波华翔	18.1	21.4	20.2	19.9	1.4	3.5	2.9	6.9
	600699.SH	均胜电子	17.1	17.5	16.4	17.0	2.2	1.8	1.4	5.5
	000887.SZ	中鼎股份	28.2	26.3	25.9	26.8	3.6	1.7	1.7	7.0
	603085.SH	天成自控	25.1	22.2	20.4	22.6	2.3	0.8	(0.6)	2.5
	002434.SZ	万里扬	27.7	24.5	19.6	23.6	1.9	1.9	1.9	5.6
	002085.SZ	万丰奥威	21.7	23.2	19.9	21.6	3.2	3.5	3.0	9.4
	603788.SH	宁波高发	34.6	32.1	33.8	33.5	2.2	2.4	2.8	7.3
	002920.SZ	德赛西威	20.6	23.3	24.1	22.8	1.1	1.5	1.0	3.6
	603197.SH	保隆科技	31.7	28.8	32.1	30.9	3.5	2.1	6.4	12.0
	002101.SZ	广东鸿图	25.3	25.2	26.5	25.7	1.0	1.5	2.4	4.9
	603179.SH	新泉股份	23.0	20.7	20.0	21.3	3.4	2.4	2.4	8.2
	601799.SH	星宇股份	23.3	23.6	24.2	23.7	3.8	3.8	4.2	11.8
	603040.SH	新坐标	62.0	63.7	61.8	62.5	4.0	4.0	4.3	12.2
	603997.SH	继峰股份	31.9	33.3	36.7	34.1	3.1	3.0	4.1	10.1
	603037.SH	凯众股份	43.2	38.2	28.4	37.1	4.7	2.4	1.7	8.8
	002126.SZ	银轮股份	24.9	23.7	23.4	24.0	3.0	2.5	1.5	7.0
	000338.SZ	潍柴动力	21.7	21.8	22.9	22.1	6.4	6.4	4.2	17.2
	000581.SZ	威孚高科	23.1	22.2	19.2	21.6	4.2	3.5	2.9	10.5
	300473.SZ	德尔股份	26.6	25.8	25.3	25.9	1.3	0.8	0.8	2.8
	300258.SZ	精锻科技	37.8	35.0	33.5	35.5	3.5	3.1	2.0	8.6
	601689.SH	拓普集团	26.3	25.8	26.4	26.1	1.6	1.3	1.8	4.6
	002472.SZ	双环传动	18.8	20.6	16.6	18.7	1.1	0.9	0.7	2.8

资料来源：万得，中银国际证券

投资建议

乘用车销量有望逐步回暖并迎来拐点，重点推荐长城汽车、长安汽车、上汽集团等；无锡事件后预计各地将严查超载，重卡行业销量中枢有望上移，建议关注潍柴动力。零部件关注消费升级、国产替代、节能减排等高增长细分领域，推荐华域汽车、万里扬、拓普集团、继峰股份、凯众股份等。新能源汽车短期承压，长期仍有较大发展空间，推荐整车龙头比亚迪，关注特斯拉、高镍及软包产业链等投资机会。智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，辅助驾驶有望加速渗透，推荐保隆科技。

长安汽车：业绩触底，长安福特改善在即

长安福特是公司业绩贡献主力，2018 年末福睿斯改款、福克斯换代，2019 年锐界改款，四季度全新 ESCAPE 与林肯国产化首款车型 Corsair 上市。福特推出中国产品 330 计划，计划未来三年内在中国市场推出超过 30 款新车型，其中超过 10 款为新能源车型，且更加注重中国市场需求，福特中国升级为独立单元，设立 NSND 整合营销体系，福特改革正在路上，公司有望显著受益，促进利润重回高增长。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为-0.22 元、0.63 元和 1.10 元，考虑到长安福特销量和盈利有望回暖，林肯将实现国产化，公司当前 PB 仅约为 0.8 倍左右，具备较高的安全边际，维持公司***买入***评级。

长城汽车：产品与营销变革初见成效，销量逆势快速增长

公司是国内 SUV 与皮卡龙头车企，销量表现显著优于行业，市占率有望进一步提升。2019 年 9 月公司定位于中高端皮卡系列长城炮上市，并推出乘用车版、商用车版与新能源版，四季度欧拉 R2 有望上市；2020 年公司计划推出全新产品 4 款，包括 2 款新平台 SUV，炮越野版与 1 款新能源。随着行业回暖与新品推出，公司销量与业绩有望持续改善。年产能 15 万辆的俄罗斯工厂 2019Q2 投产，生产 H9 与 F7，面向俄罗斯与东欧市场，海外销量有望快速增长，公司加速推进全球化战略，打开新成长空间。公司销量表现显著优于行业，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.53 元、0.72 元和 0.88 元，维持***买入***评级。

上汽集团：新四化全面发展，看好豪华车及海外市场前景

公司是国内汽车行业龙头企业，旗下合资公司上汽大众和上汽通用近两年均将全面迎来新产品上市周期，2019 年自主乘用车有全新 MPV、MG HS 插电等新车，上汽大众有 T-Cross、途昂 Coupe、Kamiq Sport 等新车，上汽通用别克和雪佛兰各有两款 SUV，凯迪拉克有 3 款新车。上汽奥迪持续推进，有望完善上汽大众豪华车领域布局，并成为公司未来业绩增长点。新能源方面，公司第二代插电混动电驱变速箱、燃料电池电堆和系统等关键零部件持续突破。智能网联方面，具有“最后一公里”自主泊车功能的荣威 Marvel X Pro 版实现量产发布，域控制器 i-ECU 实现批产，高精度电子地图实现商业化应用落地，此外公司与中移动、华为等在无人驾驶、智慧交通等领域开展广泛合作。公司持续推进全球布局，海外市场长期前景看好。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.52 元、2.94 元和 3.16 元，汽车销量有望触底反弹，公司将持续受益，维持***买入***评级。

华域汽车：业绩表现稳健，智能电动空间广阔

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，上汽集团是公司第一大客户，营收占比超过 5 成，2019 年前三季度行业与上汽集团产量同比分别下滑 11.4%、16.0%，受益于公司推行中性化、国际化战略，公司收入同比下滑 11.1%，扣非后归母净利润同比下滑 13.9%，基本与行业降幅相符。公司 24GHz 后向毫米雷达已实现稳定供货，应用于大巴的 77GHz 前向毫米波雷达实现对金龙客车的批产供货，并积极拓展乘用车客户；华域麦格纳电驱动与华域电动顺利推进大众 MEB 平台产品开发，预计 2020 年下半年将开始陆续投产供货，并获得通用汽车 BEV3 平台全球电驱动与驱动电机项目定点，公司下属企业在电动空调压缩机、电动转向机、电池托盘等业务方面已获得上汽大众 MEB 及 MQB、上汽通用 BEV3 等多个平台的新能源汽车定点。公司掌握智能电动核心技术，并已开启产业化进程，未来空间广阔。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.16 元、2.39 元和 2.64 元，公司在智能网联、新能源等领域发展空间广阔，维持***买入***评级。

比亚迪：新能源长期前景看好，动力电池等外供前景可期

公司具有全球领先的新能源汽车技术及完善的三电等核心零部件供应链，并连续四年蝉联全球销量冠军。公司动力电池装机量长期位居国内前二，质量、成本等国内领先。公司近年来零部件由自供逐步走向开放，一方面提升效率并降低采购成本，另一方面动力电池及 IGBT 等优势零部件有望释放巨大外供潜力。公司积极开拓外部客户，将与长安合资建立电池工厂，其它国内外客户合作也加速推进，电池外供前景看好。公司是国内唯一拥有 IGBT 完整产业链的车企，新能源汽车销量高速增长带来 IGBT 需求爆发，外供潜力巨大。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.62 元、1.12 元和 1.54 元，新能源销量长期前景看好，公司国内龙头地位稳固，维持***买入***评级。

保隆科技：受益 TPMS 法规实施，ADAS 逐步落地前景看好

目前国内 TPMS 渗透率约 40%，公司是主要 TPMS 供应商，市占率达 20%以上。国家法规强制 2020 年后出厂新车安装 TPMS，公司下半年订单快速增长，有望推动市场空间翻倍增长。此外公司联手霍富，拓展奔驰、大众等合资新客户，发展前景可期。下半年德国 OEM 业务项目陆续进入量产阶段，售后业务 9-11 月是销售高峰且毛利率较高，保富德国 Q3 实现扭亏。智能驾驶是未来方向，公司 360 环视系统配套一汽和吉利预计将于年内量产，毫米波雷达持续研发，传感器伴随着国六车型上市有望快速发展。摄像头、环视系统、毫米波雷达、传感器等新产品市场空间超过千亿，公司已进入多家车企供应体系，发展前景光明。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.10 元、1.53 元和 2.00 元，维持***买入***评级。

拓普集团：大幅受益于特斯拉国产化，三化全面布局前景看好

公司自 2016 年起成为特斯拉供应商，国产化阶段底盘、内饰、轻量化等多项产品参与竞标，据我们预测，单车价值量有望由 500-800 元提升至 5000 元左右，将大幅受益于特斯拉国产化。公司汽车轻量化技术国内领先，电池包、转向节、控制臂、副车架等产品线覆盖齐全，单车价值量已超过 10000 元，已开拓吉利、特斯拉等优质客户，部分订单在杭州湾逐步投产，底盘轻量化是公司近期主要增长动力。公司在汽车电子等领域前瞻布局，产品布局包括已经量产的 EVP、以及处于验证推广阶段的电子水泵、EPS、IBS 等高端产品，技术含量及单车价值量较高，长期前景看好。随着国内汽车销量回暖、EVP 产能释放、EPS 等新品投产，有望推动板块收入增长。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.44 元、0.63 元和 0.88 元，公司在轻量化、汽车电子等领域布局齐全前景看好，维持***买入***评级。

万里扬：自动变速箱乘商并进，CVT 放量前景可期

2019 年中公司 CVT25/18 搭载吉利远景 SUV、远景 S1、帝豪 GS、帝豪 GL、远景 X3 和奇瑞艾瑞泽 GX 等国六车型量产，此外获得比亚迪等 CVT 订单，预计将于年内量产，后续配套多款畅销车型量产，未来前景可期。公司 6MT 开始配套长城、奇瑞等多款车型，单价和毛利率均有较大提升。此外在新能源汽车领域，公司布局了纯电动无极变速器 E-CVT、混合动力无极变速器等产品，纯电动及混动全面覆盖，长期前景看好。商用车变速器方面，国家对轻卡等“大吨小标”严格治理，有助于推动行业产品升级。公司 G 系列产品技术优势明显，出货量大幅增长。此外公司自主研发的轻卡自动变速器（AMT）目前已开发 6 家车企 10 余款车型，中重卡变速器产品取得突破性进展并已匹配 5 家车企 8 个车型。G 系列及 AMT 等产品单价和毛利率均有较大提升，有望提升商变盈利能力，助力业绩增长。内饰业务下半年配套吉利，加上原有客户华晨宝马、北京奔驰等上量，环比亏损收窄，后续有望逐步扭亏。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.37 元、0.48 元和 0.61 元，自动变速箱市场前景广阔，新能源产品布局完善，维持***买入***评级。

继峰股份：受益大众新品周期，收购格拉默前景可期

公司是国内汽车头枕行业龙头企业，公司国内头枕扶手业务拓展顺利，获得一汽大众、上汽通用、东风日产、吉利、比亚迪等欧日美中系众多新车订单，国内份额持续提升。德国继峰欧洲业务快速扩张，获得大众、宝马、奔驰、捷豹路虎等众多订单，后续订单逐步量产，收入高速增长，德国继峰有望逐步扭亏为盈，并成为新的业绩增长点。公司间接收购格拉默 84.23%股权，未来有望在成本端、产品端、销售端等多方面实现良好的协同效应，推进商用车座椅及中控等产品国内拓展，扩展公司全球化布局，发展前景广阔。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.45 元、0.57 元和 0.69 元，考虑到公司主业国内外扩张业绩稳步增长，拟收购格拉默拓展全球业务前景光明，维持***买入***评级。

凯众股份：Q3 业绩筑底，电控及胶轮等新产品前景广阔

缓冲块方面，公司有望凭借性价比、服务等优势，逐步提升国内市占率；此外公司发力开拓海外市场，发展前景看好。减震元件方面，公司获得奥迪（德国）、一汽大众、上汽大众、长安福特等多个项目并实现了韩系项目的突破。轻量化踏板方面，除上汽、吉利外，奇瑞、威马踏板产品实现批量供货，并获得北汽新能源、江铃新能源等项目订单。各项产品客户及订单不断拓展，发展前景看好。2019 年部分客户销量下降，新项目推迟量产，对业绩产生一定影响；但随着销量回暖，新项目逐步量产，公司业绩有望企稳回升。公司现有产品单车价值量较低（单车价值量缓冲块约 40 元，轻量化踏板 50-200 元），产品线的扩张有望大幅提升市场空间，并为公司带来较大业绩弹性。公司电控系统新产品开发工作进展顺利，未来量产有望推动公司业绩高速增长。此外聚氨酯胶轮业务市场空间广阔且利润率较高，公司获得科思创独家授权，未来有望大力发展，并成为业绩重要增长点。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.98 元、1.27 元和 1.63 元，现有业务持续拓展，电控系统新产品有望带来较大业绩弹性，维持***买入***评级。

图表 24. 重点推荐公司及盈利预测

公司名称	证券代码	EPS 2019E	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2019E	PE 2020E	PE 2021E	投资评级
长安汽车	000625.SZ	(0.22)	0.63	1.10	(34.0)	11.9	6.8	买入
长城汽车	601633.SH	0.53	0.72	0.88	17.3	12.8	10.4	买入
上汽集团	600104.SH	2.52	2.94	3.16	9.5	8.1	7.5	买入
华域汽车	600741.SH	2.16	2.39	2.64	11.7	10.6	9.6	买入
比亚迪	002594.SZ	0.62	1.12	1.54	70.3	38.9	28.3	买入
保隆科技	603197.SH	1.10	1.53	2.00	22.6	16.2	12.4	买入
拓普集团	601689.SH	0.44	0.63	0.88	28.5	19.9	14.2	买入
万里扬	002434.SZ	0.37	0.48	0.61	23.2	17.9	14.1	买入
继峰股份	603997.SH	0.45	0.57	0.69	18.0	14.2	11.7	买入
凯众股份	603037.SH	0.98	1.27	1.63	17.7	13.7	10.7	买入

资料来源：万得，中银国际证券，股价为 2019 年 11 月 1 日收盘价

风险提示

1）汽车销量不及预期。经济增速放缓，居民消费放缓，汽车是主要的社会消费品，或受影响导致销量不及预期。

2）贸易摩擦升级。汽车是贸易摩擦重要筹码，若后续贸易摩擦升级，双方加税将对汽车市场销量与价格体系产生一定冲击。

3）产品大幅降价。车市销量下滑，竞争加剧，若大幅降价刺激销量，将对汽车行业利润产业较大的挤压。

附录图表 25. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	(元/股)
601633.SH	长城汽车	买入	9.18	837.9	0.57	0.53	16.1	17.3	5.81
000625.SZ	长安汽车	买入	7.47	358.8	0.14	(0.22)	52.7	(34.0)	9.07
600104.SH	上汽集团	买入	23.85	2,786.5	3.08	2.52	7.7	9.5	20.94
600741.SH	华域汽车	买入	25.28	797.0	2.55	2.16	9.9	11.7	15.26
002594.SZ	比亚迪	买入	43.57	1,188.7	1.02	0.62	42.8	70.3	19.22
603197.SH	保隆科技	买入	24.81	41.2	0.93	1.10	26.6	22.6	6.27
601689.SH	拓普集团	买入	12.52	132.1	0.71	0.44	17.5	28.5	6.88
002434.SZ	万里扬	买入	8.59	115.1	0.26	0.37	32.7	23.2	4.56
603997.SH	继峰股份	买入	8.10	51.8	0.47	0.45	17.1	18.0	2.95
603037.SH	凯众股份	买入	17.37	18.4	1.20	0.98	14.5	17.7	7.89

资料来源：万得数据及中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 11 月 1 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371